

商业地产行业信用分析框架

华泰研究

2021年3月03日 | 中国内地

深度研究

研究员	程晨
SAC No. S0570519080002	chengchen@htsc.com
SFC No. BPT388	
研究员	赵天彤
SAC No. S0570519070002	zhaotiantong@htsc.com
研究员	张继强
SAC No. S0570518110002	zhangjiqiang@htsc.com
SFC No. AMB145	

核心观点

商业地产是我国房地产市场的重要组成部分，本文由行业特征出发，从经营和财务两个视角构建商业地产企业的信用分析框架。我们从规模及品牌地位、经营策略、运营水平、公司管理四个维度分析企业经营能力；从资产质量、盈利能力、营运能力、偿债能力四个方面分析企业财务状况。

商业地产行业进入存量博弈时代，个体投资价值有待挖掘

目前我国商业地产行业发展红利期已过，供给呈现出结构性过剩的局面，区域景气度分化显著。越来越多的房企开始布局商业地产业务，行业竞争激烈，集中度不断提升。龙头企业的优势体现在项目规模、项目布局、产品品牌等多个方面，低资质主体不断出清，个体投资价值成为信用分析的重点。

不同经营模式和业态对企业经营情况及信用资质产生影响

根据项目获取及运营方式对经营模式进行划分：商业地产项目获取方式包括自有项目开发 and 租赁项目，后续运营模式有出租模式、出售模式、证券化模式和自营模式。不同经营模式各有其优缺点，对企业经营情况和信用资质产生影响，在分析中应考察的重点也不同。商业地产行业主要的业态包括零售物业、写字楼、酒店，不同业态对应着不同的功能定位、需求来源、景气度、稳定性等特征，各个细分业态的分析方法也不同。

经营是企业实现营收和偿债能力的基础

经营方面主要考察商业地产企业的规模及品牌地位、公司管理、经营策略、运营水平。规模及品牌优势影响企业抗风险能力；经营策略方面，重点把握不同模式、业态、区域布局策略、产品策略对企业的影响；运营水平方面，关注经营水平的边际变动趋势，以及行业中不同主体间的横向对比情况；管理方面，考察股权结构和管理水平，并关注实控人为自然人的民企面临的相关风险。

财务分析是信用资质考察的重要维度

财务分析需重点把握商业地产企业与传统地产企业的异同，从资产质量、盈利能力、营运能力、偿债能力与资本结构四个方面进行分析。对于以自有项目出租经营模式为主的企业，投资性房地产是资产中最重要的部分，需考察不同会计计量方式对账面利润造成的影响；盈利能力的考察需结合利润率和周转速度综合判断，并警惕期间费用对利润的侵占；衡量企业偿债能力应剔除预收账款的影响；表外风险方面，既要关注表外负债带来的偿债压力，也要合理看待其对企业信用资质的影响。

风险提示：融资环境变化带来的流动性压力；企业财务口径差异导致指标不可比。

华泰证券 2021 春季线上策略会



VISIT...

LANZAROTE
Caliente.COM

正文目录

商业地产进入个券时代	4
行业进入低速发展时期	4
商业地产经营模式	5
出售模式	5
自持模式	6
轻资产模式	6
多种模式结合	7
主要业态分类	7
零售物业	7
写字楼	9
酒店	10
经营分析框架	12
公司及项目规模影响抗风险能力	12
经营策略决定营运能力	13
运营水平影响企业现金周转	16
公司管理是企业经营的根本	19
财务分析框架	21
资产质量是分析的基础	21
盈利能力反映资产的竞争力	22
营运能力影响现金回流速度	22
偿债能力是信用资质的直接体现	23
行业发债主体总览	24
风险提示	26

图表目录

图表 1: 我国商业地产开发投资经历三个阶段	4
图表 2: 2013 年来商业地产销售均价涨幅远低于住宅地产	4
图表 3: 各类占细分行业房地产开发投资额的比重	5
图表 4: 商业地产开发运营流程	5
图表 5: 居然之家租赁店模式流程图	6
图表 6: REITS 结构示意图	7
图表 7: 商服用地和商业营业投资额近年来逐步收缩	8
图表 8: 2019 年多数主要城市优质零售物业新增供应量比往年下降	8
图表 9: 主要城市优质零售物业空置率	8
图表 10: 主要城市优质零售物业首层租金	8
图表 11: 不同后期运营模式下零售商业分析的重点指标	9
图表 12: 金融+信息技术行业 GDP 同比领先写字楼租金约 1 个季度	9

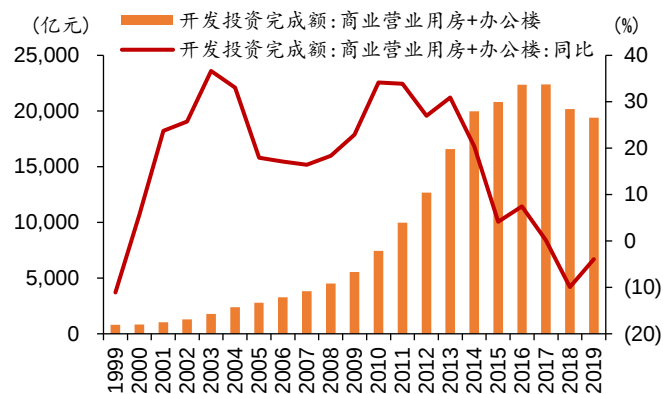
图表 13: 主要城市优质写字楼空置率.....	10
图表 14: 主要城市优质写字楼首层租金.....	10
图表 15: 酒店出租率与 GDP 增速变动趋势相近.....	10
图表 16: 人均国内旅游花费和出游率平稳提升.....	10
图表 17: 各类旅游花费占比.....	10
图表 18: 中美酒店客房平均房价占可支配收入比重对比.....	10
图表 19: 各星级饭店客房出租率.....	11
图表 20: 各星级饭店客房平均价格.....	11
图表 21: 2019 年 12 月部分省市星级饭店平均出租率与房价.....	11
图表 22: 信用分析框架.....	12
图表 23: 商业地产发行主体规模及品牌情况.....	13
图表 24: 商业地产经营策略分析框架.....	14
图表 25: 商业地产发行主体经营策略分类.....	14
图表 26: 商业地产发行主体经营情况.....	15
图表 27: 同一地段某两家企业的写字楼运营情况.....	16
图表 28: 某两家企业零售物业运营情况.....	16
图表 29: 2017-2020H1 商业地产主体经营指标.....	18
图表 30: 公司治理分析框架.....	19
图表 31: 商业地产发行主体股东情况.....	20
图表 32: 2019 年样本主体会计计量方式及公允价值变动收益占比.....	21
图表 33: 2019 年样本主体盈利能力表现.....	22
图表 34: 2019 年样本主体营运能力表现.....	22
图表 35: 2019 年样本主体偿债能力与资本结构表现.....	23
图表 36: 23 家商业地产发行主体.....	24
图表 37: 存量债券剩余期限多在 3 年以内.....	24
图表 38: 债券发行方式以公募发行为主.....	24
图表 39: 发行主体简要计算信用利差概览（单位：BP）.....	25
图表 40: 行业发债主体信用评级以中高等级为主.....	25
图表 41: 行业发债主体以民营企业为主.....	25
图表 42: 报告提及公司信息.....	26

商业地产进入个券时代

行业进入低速发展时期

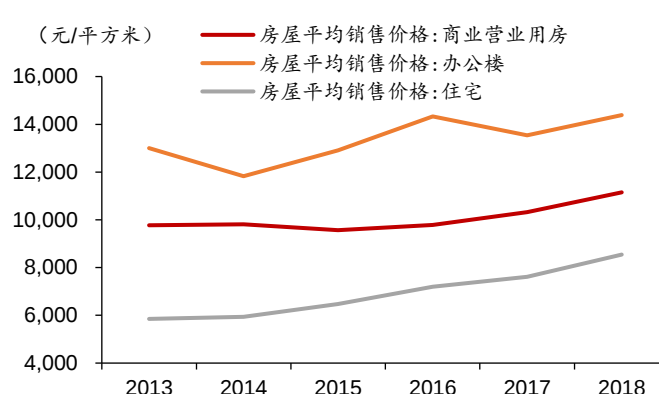
我国商业地产从上世纪 90 年代至今经历了兴起探索、爆发增长、低速发展三个阶段。经过二十余年的发展，商业地产从兴起到粗放式扩张，再到逐步回归理性，已经成为我国房地产行业的重要组成部分。

图表1：我国商业地产开发投资经历三个阶段



资料来源：Wind，华泰研究

图表2：2013 年来商业地产销售均价涨幅远低于住宅地产



资料来源：Wind，华泰研究

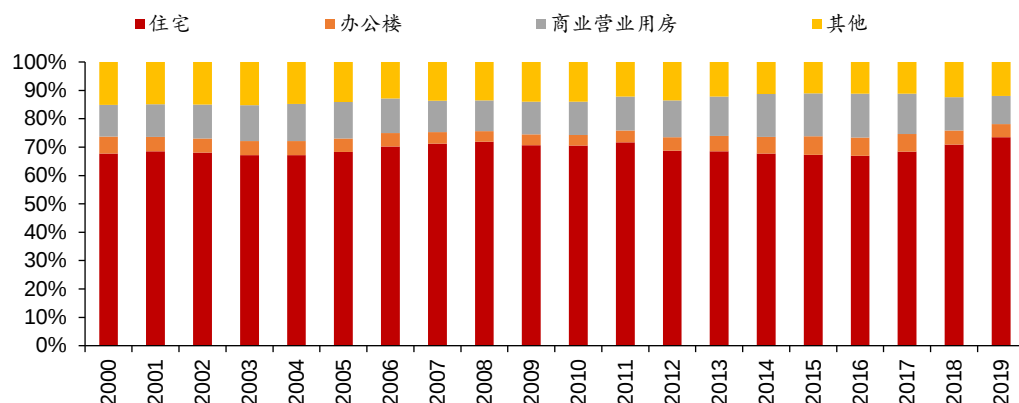
上世纪 90 年代至 2008：兴起探索阶段。始于 20 世纪 90 年代的百货店是商业地产的早期形态，90 年代中期，随着娱乐、餐饮等业态逐步引入，百货店开始向零售物业转化。这一时期商业地产整体规模较小，项目以标准化产品的简单复制为主，企业的核心竞争力在于土地获取能力和建设速度。这一时期的代表企业万达商业探索开发了由单体店到组合店，再到超市综合体的三代购物中心产品，并凭借与地方政府的良好关系和与沃尔玛等公司的合作，在全国快速扩张。

2009 年至 2014：爆发增长阶段。金融危机后政府四万亿的投资刺激和万达成功经验促进了商业地产的发展。这一阶段商业地产繁荣发展，6 年间房地产商业营业用房和写字楼合计开发投资完成额的复合增长率达到了 30%。

2015 至今：低速发展阶段。2015 年至今，经济进入新常态、线上消费冲击、前期发展过快导致供给结构性过剩等因素冲击下，商业地产价格涨幅低于住宅。此外，住宅类地产利润空间持续压缩，对商业地产的支持开始下降。行业发展红利期已过，存量博弈阶段下低资质企业逐步出清，资本运作能力成为企业核心竞争力。

经历了二十余年的发展，商业地产市场存量规模较大，但区域分化现象严重。经过二十余年的快速发展，多家龙头房企参与商业地产布局，2019 年写字楼和商业营业用房开发投资额合计达到了 1.9 万亿，占房地产开发投资总额的 14.7%。虽近年来随着开发投资回归理性，比例有所下降，但无论从绝对体量，还是相对规模来看，都是我国房地产市场的重要组成部分。此外，区域内经济发展情况、居民收入水平、消费习惯、人口结构等因素影响了商业地产需求情况，商业地产区域间的景气度差异较大。

图表3： 各类占细分行业房地产开发投资额的比重



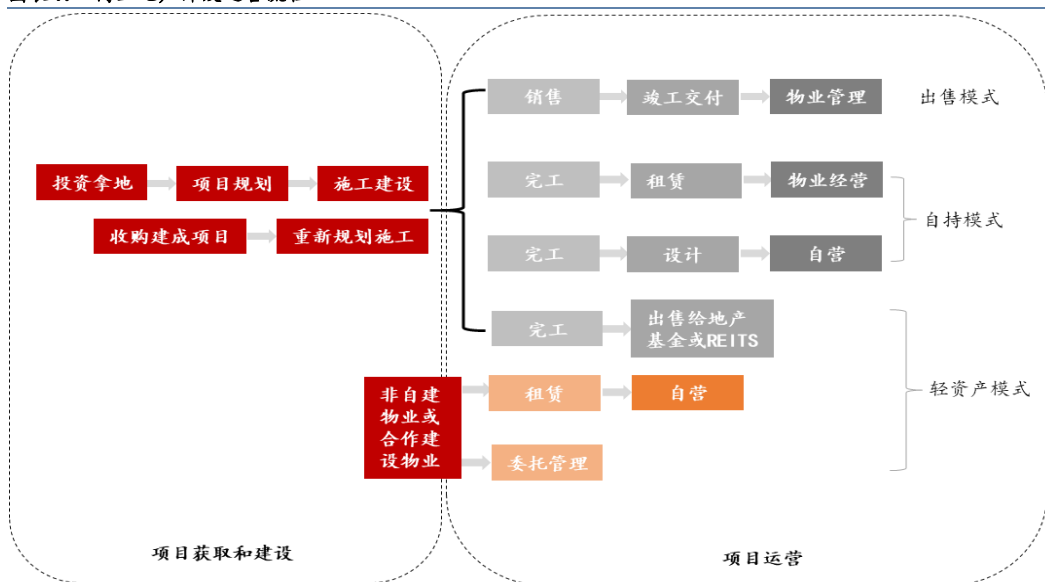
资料来源：Wind，华泰研究

随着传统住宅地产行业盈利空间收窄，房企纷纷开始布局多元化业务，加强商业经营，一些房企形成了“房地产+商业”的双轮驱动发展战略。随着地产行业进入存量博弈时代，传统住宅地产业务获取优质土地难度增加、盈利空间收窄，布局商业地产成为许多房企的选择。通过满足城市发展需要，以商业带动住宅，并且在拿地上获得优势。例如，新城控股提出住宅和商业“双翼齐飞”的口号，开发布局多座吾悦广场；万科在全国布局万科广场、印象城等商业地产项目；中骏采用“商业+住宅”联动拿地，从而获得较为低廉的住宅用地。

商业地产经营模式

区别于住宅开发后销售去化的单一模式，商业地产按照项目获取及经营方式可分为出售、自持（出租、自营）和轻资产运营三类模式。

图表4： 商业地产开发运营流程



资料来源：华泰研究

出售模式

自有项目出售模式的运营流程与住宅类似，可以较快实现资金回笼，但相比住宅地产周转偏慢。从周转速度来看，商业地产总价高，流动性不足，投资风险较高，因此投资回收期比住宅更长，但相比自有项目的其他运营模式资金回笼速度更快，现金流压力得到缓解，如某房企在深圳核心区域开发的商业地产项目具有较强的竞争力，主要通过出售实现较快周转。但在商业地产运营的早期探索阶段，部分单纯采用销售模式的项目因后续运营管理缺乏规划，品质难以保证。例如有些区位条件、开发品质较好，但因出售后招商运营缺乏规划，发展遭遇瓶颈。

自持模式

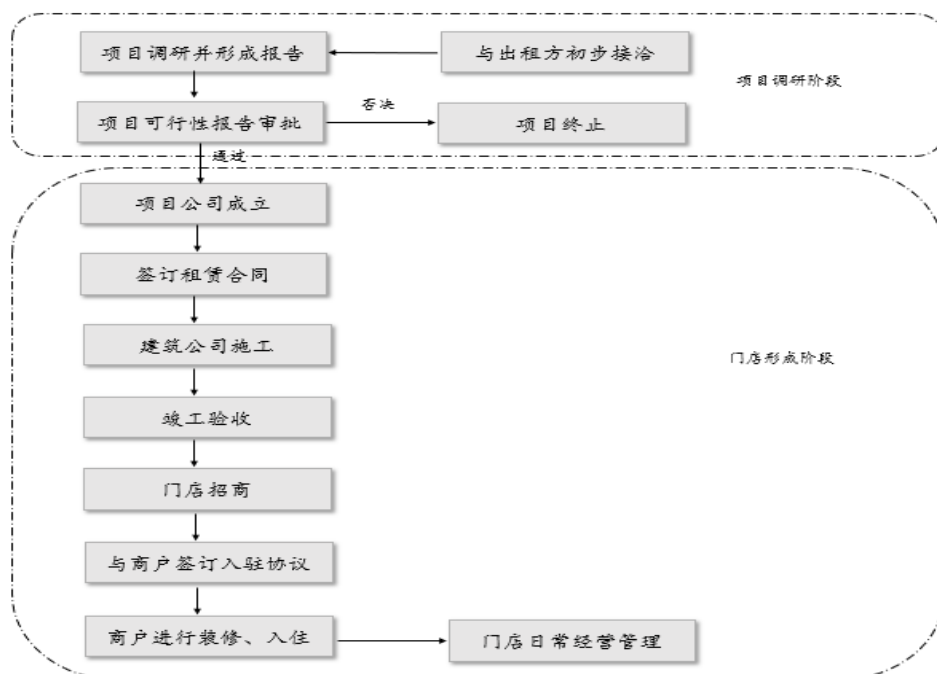
自持出租模式指企业将自有商业地产出租，通过商铺租金和项目增值获得收益，前期投入大，资金回笼较慢，但可以获得稳定的现金流收入以及物业增值，长期收入比较可观。自有项目出租模式下，企业可以长期获得稳定的现金流收入。由于企业拥有项目的管理权和所有权，因此项目的经营质量有所保证，企业也可以通过项目增值和形成品牌溢价获得收益。但该模式下资金回笼较慢，前期投入较大，对企业的资本实力和整体运营能力要求较高。例如中国国贸采用自有项目出租模式，凭借区位优势、专业的运营管理和品牌溢价，通过租金收入长期保持稳定且较高的利润率。**项目招商时**，企业通常先进行主力店招商，待项目基本建成后，借助主力店的品牌效应吸引其他商家，进行次主力店招商，例如万达采取主力店带动次主力店的招商方式，提高了招商效率。

自持自营模式下，主要包括委托运营和独立经营两种方式。**委托运营方式下**，房企作为所有者，将项目委托给专业运营团队进行管理并支付一定的管理费用。这一方式整合了所有者的资本实力、本土优势，以及管理者的专业能力、品牌理念，从而使经营水平进一步得到保障。例如星河实业将深圳市福田区核心地带的酒店业务委托给丽思卡尔顿酒店负责，公司按照营业收入和利润约定比例支付管理费。**独立经营方式下**，企业无需支付管理费，但如果自身经验和水平不足，将面临较大的潜在经营风险。

轻资产模式

租赁运营模式下，企业租入已建成的项目，经过规划和改造再出租给其他商户，通过租赁费用的价差和收取物业管理费获得盈利。企业前期的资金投入压力较小，后续可通过租金收入获得稳定的现金流。租赁项目运营模式下，租赁成本和租金收入的稳定性取于公司的整体经营能力和品牌效应。代表企业有居然之家，其主要从事家居建材商场业务，截至2020年3月末，公司91家直营门店中租赁店、自有店分别为78家、13家。其中租赁店多与门店产权的实际拥有者签署长期租赁合同，租赁成本维持稳定。

图表5：居然之家租赁店模式流程图

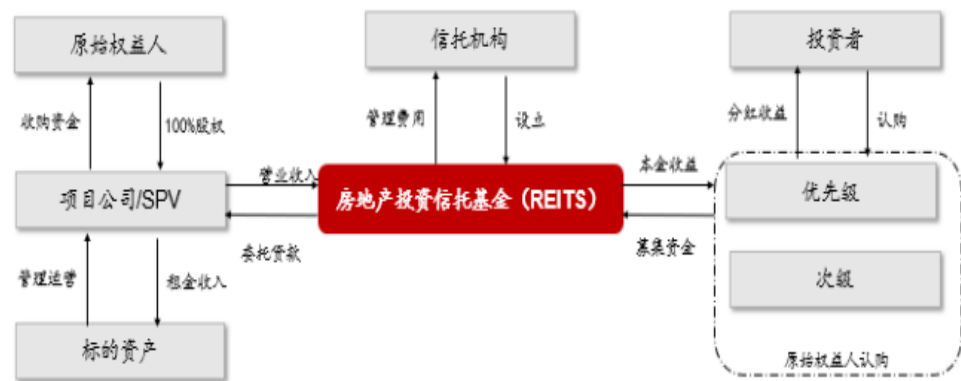


资料来源：募集说明书，华泰研究

委托管理模式，商业地产企业作为委管服务的提供者，向委托方收取托管费。凭借品牌影响力、资源整合力和管理经验，向外输出委管服务，实现轻资产运营，减轻了资金支出压力。例如红星美凯龙 2019 年委托管理业务收入占总营收的 14.86%，委托管理门店数量达到 250 家，已基本形成全国布局；开元旅业 2019 年酒店托管收入占总营收 2.83%，已签约酒店数量 415 家（其中已开业 179 家）；居然之家 2019 年加盟店业务收入占总营收的 8.45%，加盟门店数量 263 家（其中委托管理加盟 110 家）。整体来看，委管/托管/加盟模式有助于快速拓展公司业务范围，但同时也会带来一定的管理压力。

证券化模式，该模式下企业把商业地产项目打包装入私募基金或信托基金，自己持有该基金部分股权，其余部分主要由机构投资者持有，当项目稳定运行并实现资产增值后，以 REITS 的形式退出。目前我国相关制度和法规仍待完善，发行的主要是类 REITs。该模式体现了商业地产行业地产、金融、商业的三重属性，可以盘活存量资产，加快周转效率，实现轻资产运营。国内将这一模式成功运用的典范是万科，其发行了国内首支公募 REITs 基金，探索“小股操盘”的轻资产运营模式，目前万科对北京金隅万科广场仅持股 10%。通过该模式万科实现快速发展，形成品牌溢价。

图表6：REITS 结构示意图



资料来源：华泰研究

多种模式结合

实际运营中，企业通常将多种经营方式相结合，从而整合各类模式的优势，并实现灵活调控，其中将出租与出售相结合的运营方式最为常见。自有项目出租出售相结合的模式下，开发商持有主体商业并销售部分商铺，通过出售项目缓解资金压力，加快扩张速度；同时出租部分可以保持整体管理规划的稳定性，实现项目增值，从而相对地平衡了两种方式的优缺点。

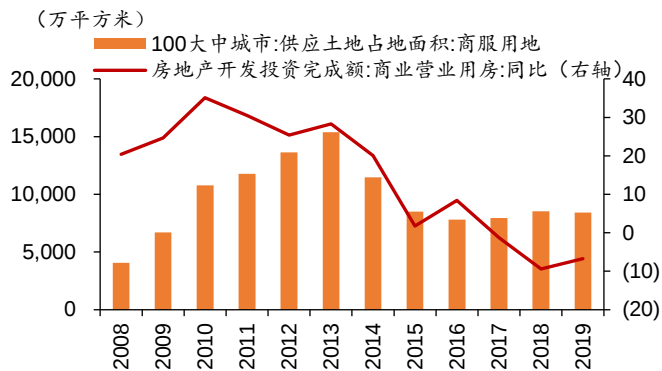
主要业态分类

商业地产的主要业态包括零售物业、写字楼和酒店，不同业态的功能定位、经营模式、客户群体、景气度和行业空间均存在差异，分析中考察的核心指标也不同。

零售物业

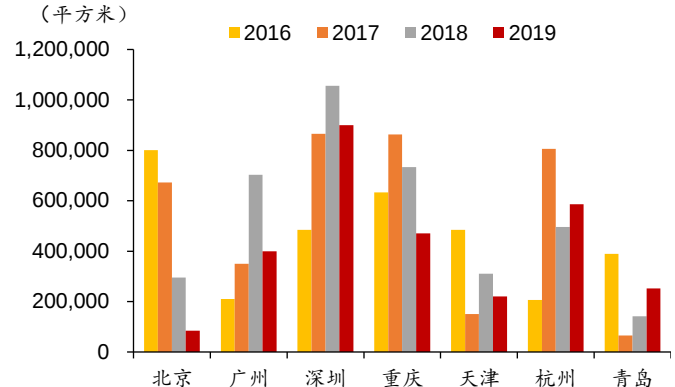
目前零售物业扩张速度放缓，进入存量博弈阶段。零售物业指用于购物、餐饮、娱乐等用途的地产形式，经过粗放式扩张阶段，目前我国零售物业供给结构性过剩，进入了以质量取胜的存量竞争阶段。从主要城市优质零售物业新增供应量来看，多数城市 2019 年新增供应量比往年下降。

图表7： 商服用地和商业营业投资额近年来逐步收缩



资料来源：Wind，华泰研究

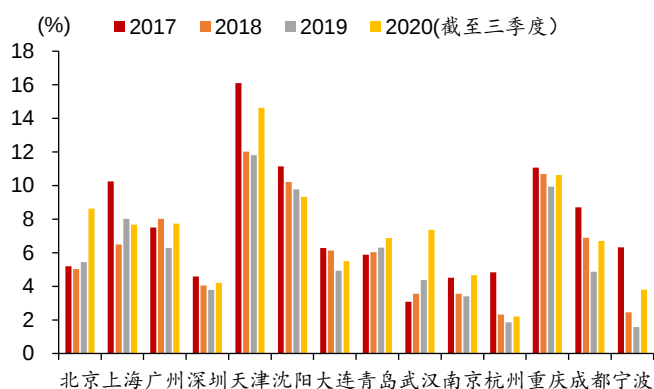
图表8： 2019年多数主要城市优质零售物业新增供应量比往年下降



资料来源：Wind，华泰研究

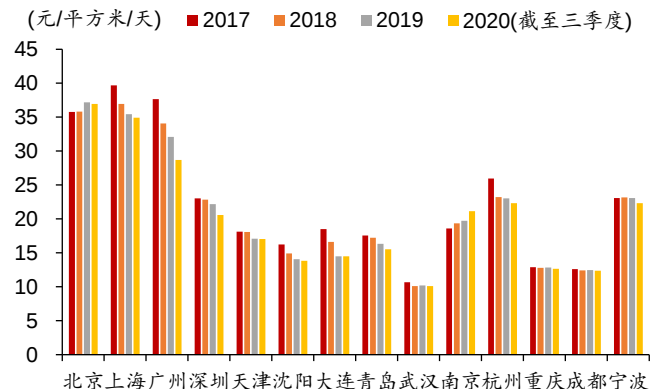
信用资质分析上，对外出租模式下的零售物业运营质量的主要考察因素是出租率、租金水平及租金稳定性。较高且相对稳定的出租率和租金水平可以为企业带来平稳的现金流。从主要城市的零售物业空置率来看，2017-2019年主要城市优质零售物业空置率整体下行，但其中北京、武汉等地的空置率有抬升。截至2020年三季度，受疫情影响，多数主要城市空置率有所上升，其中北京、武汉、天津空置率上升幅度较大；横向比较来看，2017-2019年天津、沈阳、重庆的空置率始终在9.5%以上，需要警惕；杭州、南京等地的空置率维持在较低水平。从主要城市的零售物业首层租金来看，2017年以来多数主要城市优质零售物业首层租金呈现下滑趋势。区域分化明显，北京、上海、广州租金始终维持在30元/平方米/天以上；武汉、重庆、成都则一直保持在15元/平方米/天以下。对于主要布局在重庆等空置率偏高，租金偏低地区的企业，需要关注其出租物业的运营压力。因此，在分析商业地产企业时需要对其重点布局城市加以区分，空置率和租金边际变化相较于绝对值更为有效，例如重点布局武汉的某房企，近年经营水平不佳部分原因也系受到区域商业景气度下滑和空置率上升影响所致。在租金稳定性上，企业通常会根据项目的位置、质量以及市场情况综合运用定价定向、招投标等多种方式确定租金水平。此外，部分企业会根据零售物业的经营收益灵活确定租金，例如帝泰发展旗下的正大广场，租金收入的收取模式为“固定租金和销售额提成两者取高”模式，该模式下企业的租金收入受到经营景气度的影响。

图表9： 主要城市优质零售物业空置率



资料来源：Wind，华泰研究

图表10： 主要城市优质零售物业首层租金



资料来源：Wind，华泰研究

其他不同的后期运营模式对应的分析重点也存在差异。采用对外出售模式的零售物业与普通住宅类地产类似，主要考察毛利率、周转率、回款率等情况。证券化模式下要综合考虑企业的地产开发、资本运作和商业运营的能力。对于自营经营来说，委托运营主要考察企业与和第三方合作关系的稳定性、合作方经营水平等因素；独立经营则对企业自身的管理经营水平有着更多的要求。

图表11： 不同后期运营模式下零售商业分析的重点指标

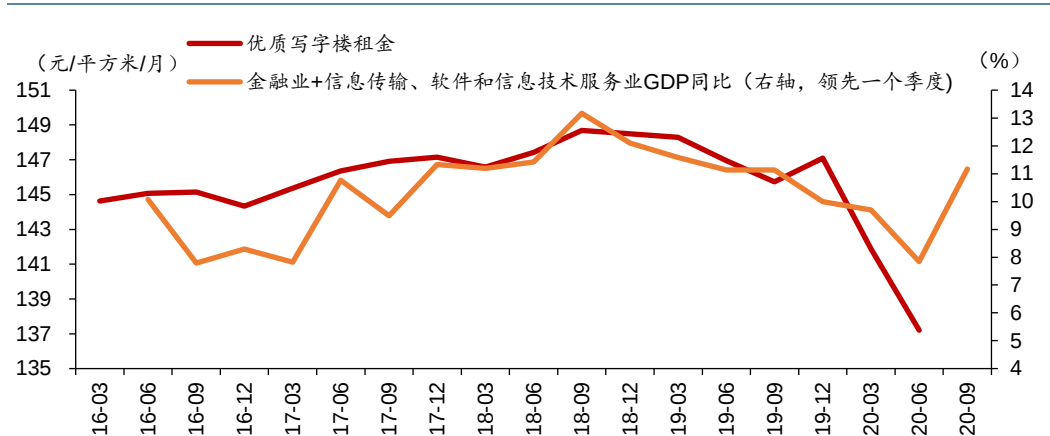
后期运营模式	主要考察指标
出租	出租率、租金水平、客流量、区域位置和消费能力
出售	毛利率、周转率、回款率
证券化	地产开发、资本运作和商业运营能力
自营	委托运营：合作关系、第三方经营能力；独立经营：自身管理经营水平

资料来源：华泰研究

写字楼

写字楼主要需求是金融、IT 等行业，而这些行业主要分布在一线城市，因此不同能级城市写字楼业态的表现差异较大，经营模式上多数为出租，需关注空置率和租金水平。金融、IT 等均属于知识密集型行业，而一线城市人才资源丰富，经济发展及配套设施完善，因此大型金融机构和互联网公司多集中在一线城市，例如北京的金融街、上海的陆家嘴是典型的金融中心；北京的中关村、深圳的南山科技园聚集了大量的优质互联网公司。金融+信息技术行业 GDP 同比领先写字楼租金约 1 个季度。由于办公需求相对其他业态更具刚性，且政策调控较少针对写字楼项目，因此行业景气度波动性较小，受到外部冲击影响相对较小。

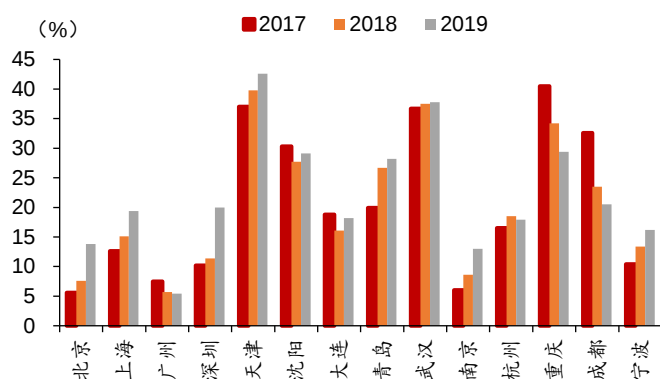
图表12： 金融+信息技术行业 GDP 同比领先写字楼租金约 1 个季度



资料来源：Wind，华泰研究

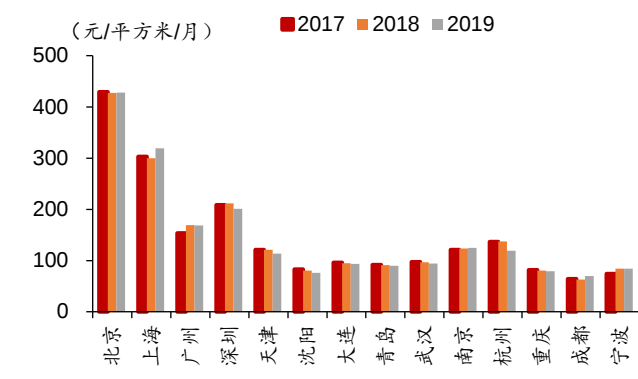
从主要城市优质写字楼空置率来看，地域分化明显，各地空置率走势分化，自 2017 年以来，北京、上海、天津等城市空置率略有抬升，重庆、成都等地空置率逐年下降；但北上广深等一线城市及南京、宁波等二线城市，空置率始终保持在较低区间，而天津、武汉等地空置率长期高企。从主要城市优质写字楼首层租金来看，近三年各城市租金水平整体保持稳定，城市间分化较大，北京、上海租金水平始终保持在 290 元/平方米/月以上，大幅领先其他城市；而成都、沈阳等地租金水平始终保持在 80 元/平方米/月以下。综合来看，写字楼的投资机会主要集中在核心城市，需要警惕位于空置率高、租金低的城市写字楼物业的经营情况。此外，鉴于写字楼开发企业多数采用深耕某区域的精细化模式，单一集中度风险较高。

图表13: 主要城市优质写字楼空置率



资料来源: Wind, 华泰研究

图表14: 主要城市优质写字楼首层租金

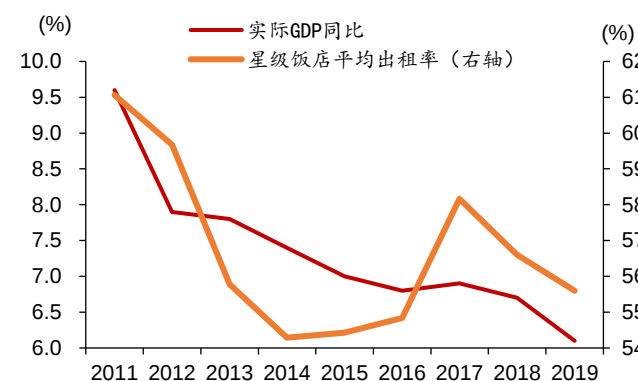


资料来源: Wind, 华泰研究

酒店

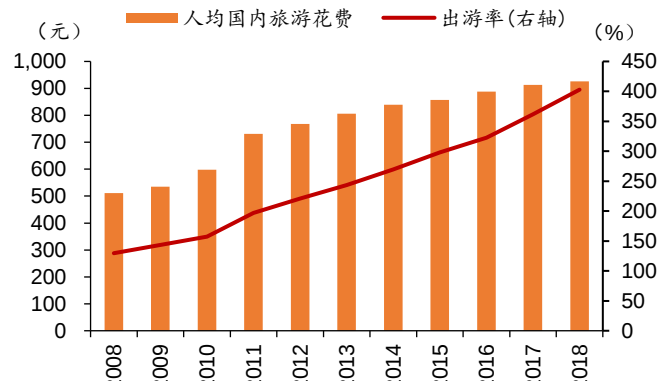
酒店对应着商旅住宿需求, 与宏观经济有较强关联, 近年来入住率呈下滑趋势。宏观经济运行状况对商务出差、观光度假需求有着显著影响, 进而与酒店业态的景气度紧密关联, 我国星级饭店平均出租率与实际 GDP 同比呈现出相近的变动趋势。自 2008 年至 2018 年的十年间, 我国人均旅游花费由 511.0 元上升至 925.8 元, 年均复合增速达到 6.1%, 但近年来增速放缓; 出游率(城镇居民或农村居民出游人次占其人口数的比重)由 129.6% 提升至 402.8%, 年均复合增速达到 12.0%, 人均旅游花费的提升一定程度上带动了酒店物业的景气度, 但客房出租率仍呈现下滑趋势。

图表15: 酒店出租率与 GDP 增速变动趋势相近



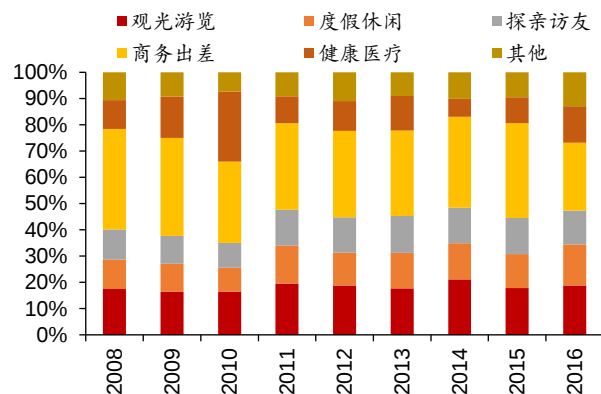
资料来源: Wind, 华泰研究

图表16: 人均国内旅游花费和出游率平稳提升



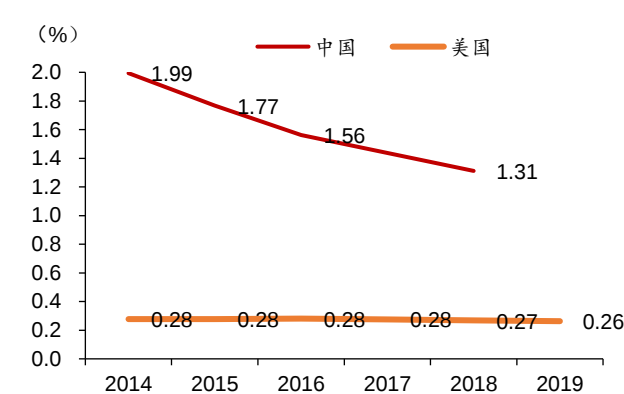
资料来源: Wind, 华泰研究

图表17: 各类旅游花费占比



资料来源: Wind, 华泰研究

图表18: 中美酒店客房平均房价占可支配收入比重对比

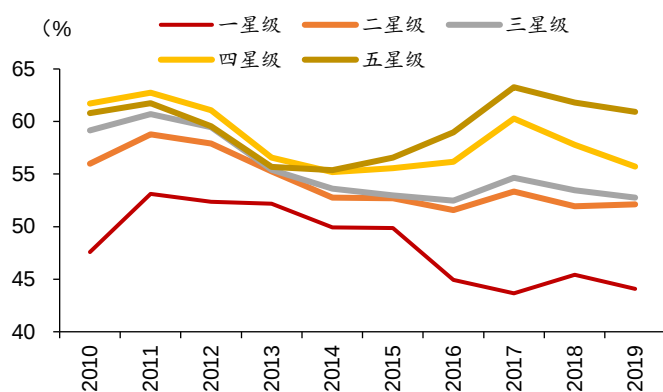


资料来源: Wind, 华泰研究

当前酒店行业竞争激烈,2010年以来星级饭店总数开始下降,行业处于整合出清阶段。2009年以前,酒店行业快速发展,供给区域饱和,2009年至2017年,星级饭店总数由14237家减少到9566家,减少了32.8%。伴随着经济增长降速,酒店需求增速放缓,前期供给过剩导致结构性失衡,酒店的经营水平出现分化。部分酒店内部装修设备老化、同质性高、管理能力较弱、品牌实力不足,在存量竞争时代面临着被整合出清的风险。

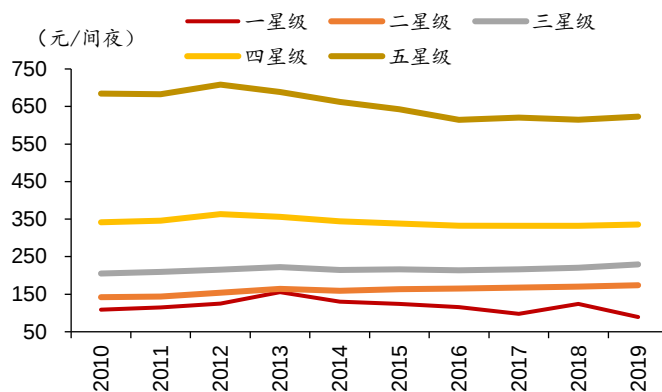
按酒店星级划分来看,高星级饭店的客房出租率和平均价格整体均高于低星级饭店。近年来客房出租率呈现下滑趋势,平均价格稳中有降。高星级酒店无论在出租率还是平均价格方面都有着明显优势,一方面由于国内酒店消费向着注重品质和差异性的方向发展;另一方面,高星级酒店的开发运营主体通常具备较强的综合实力,在酒店的开发选址和后续经营中均体现出较强的决策能力平和较高的管理水平,凭借优越的地理位置、优质的服务和品牌效应,在酒店行业竞争中始终保持领先优势。

图表19: 各星级饭店客房出租率



资料来源: Wind, 华泰研究

图表20: 各星级饭店客房平均价格



资料来源: Wind, 华泰研究

按地域划分来看,不同省市的星级饭店平均出租率和房价表现各异,其中房价的分化更加明显。分别考察2019年末出租率和平均价格位于前四名和后四名的省市,排名水平整体上与经济水平、商务贸易、交通运输、旅游业等相关,例如出租率排名靠前的有北京、上海等省市,排名靠后的有宁夏、甘肃等省市。但也有部分省市存在例外,例如西藏平均出租率63.7%位列第四,但主要由于西藏星级饭店总数较少,同时旅游业相对发达。平均价格比出租率的地域分化更加明显,上海和北京的平均价格在600元/间夜以上;而宁夏、广西等地的平均价格在250元/间夜以下。

图表21: 2019年12月部分省市星级饭店平均出租率与房价

出租率前四省市	平均出租率 (%)	出租率后四省市	平均出租率 (%)	价格前四省市	价格 (元/间夜)	价格后四省市	平均价格 (元/间夜)
北京	67.99	青海	37.67	上海	774.57	宁夏	186.97
上海	67.20	宁夏	38.50	北京	623.68	广西	210.95
湖南	63.85	甘肃	42.24	广东	455.47	内蒙古	223.70
西藏	63.67	内蒙古	44.01	天津	427.73	甘肃	240.23

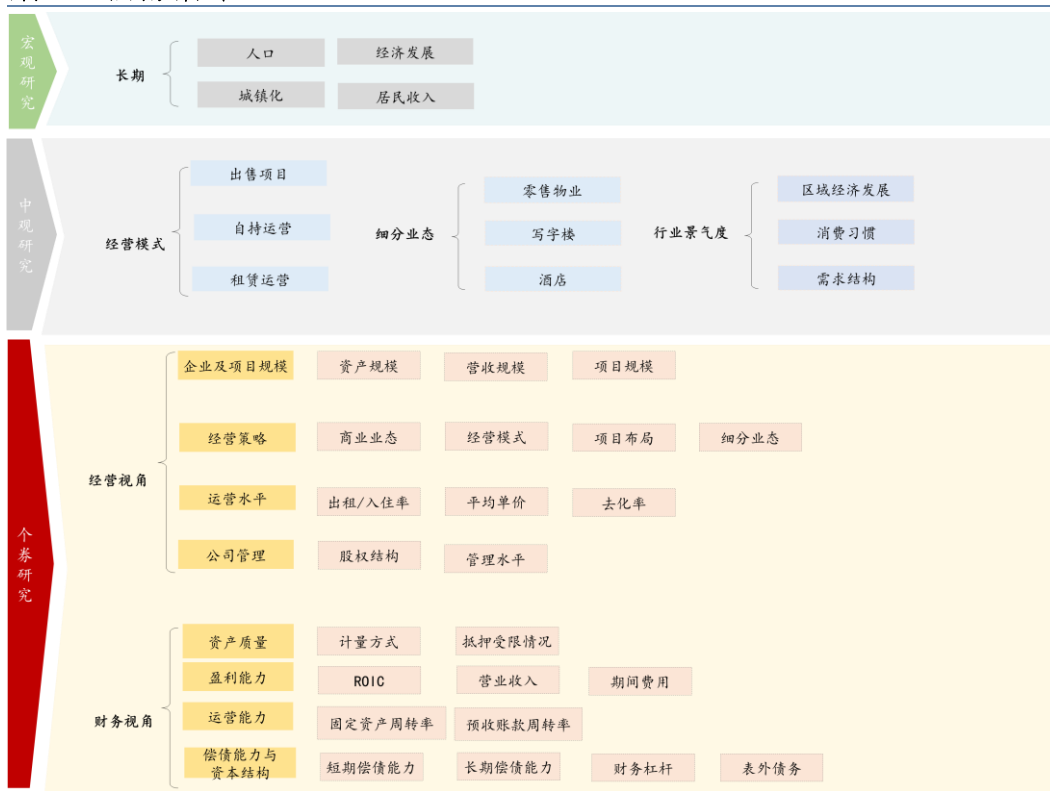
资料来源: Wind, 华泰研究

信用分析中,需重点关注客户定位、入住率、客房单价、管理品牌等指标。综合来看,当前阶段我国酒店行业整体经营承压,其中一线城市高星级酒店竞争力较强,位于商旅业欠发达地区的低星级酒店面临被整合出清的风险。管理品牌及能力影响酒店盈利能力,知名地产开发企业多数将旗下酒店委托给国际连锁品牌管理运营,行业服务标准较为统一,除少数位置稀缺的项目,多数酒店存在同质性。具体来看,入住率及客房单价是信用分析的量化指标。

经营分析框架

商业地产行业进入存量博弈时代，信用资质分析及微观主体的投资价值的分析成为重点。我们从经营视角和财务视角两个方面介绍商业地产企业个体的信用分析方法。

图表22：信用分析框架



资料来源：华泰研究

经营水平是企业长期信用资质的决定性因素，基于商业地产经营的特点，我们重点从规模及品牌地位、公司管理、经营策略、运营水平等角度分析企业经营能力。

公司及项目规模影响抗风险能力

目前商业地产进入存量竞争时代，规模是商业地产企业竞争力的综合体现，具有一定规模和品牌优势的企业在抵御风险能力、项目招商、经营水平、潜在外部支持等方面竞争力更强。知名企业通常具备更多商业地产项目开发经验和上下游合作资源，整体经营管理专业度更高、能力更强；相比传统住宅地产，商业地产项目前期投入更大、投资回收期相对较长、对整体运营能力的要求更高，因此长期的运营经验重要性凸显；大型企业凭借税收收入和就业岗位提供方面的贡献，在区域经中承担主要角色，因此潜在的外部支持力度也较大。

我们用企业总资产、租赁管理及酒店业务收入、租赁及酒店业务毛利润来衡量企业的规模。23家样本主体的资产及营收规模差异较大，行业集中度较高，龙头商业地产企业的规模保持在较高水平。截至2019年年报，万达商业和新鸿基地产的总资产和租赁管理及酒店业务收入的规模都在前两名，其中总资产均达到5000亿元以上，相关收入均在300亿元以上，大多在业内有多年的运营经验和合作关系积累，具有一定规模优势和品牌效应。

图表23：商业地产发行主体规模及品牌情况

主体简称	总资产（亿元）	租赁及酒店收入（亿元）	租赁及酒店毛利润（亿元）	产品线	业态体量	定位
中国国贸	118.0	35.3	18.9	国贸商城	大型	中高端
恒隆地产	1999.8	85.6	63.3	恒隆广场	大中型	中高端
金茂集团	107.7	20.5	11.9	览秀城、J·LIFE、金茂汇、金茂酒店	大中型	中高端
凯华	255.1	10.8	10.3	广州轻纺城、凯华国际中心	大型	中端
兆泰集团	275.6	12.2	11.1	丰汇大厦、丰融大厦、丰铭大厦	写字楼	中高端
帝泰发展	157.1	5.4	4.3	正大广场	大型	中高端
大悦城地产	1109.8	57.5	25.5	大悦城、中粮广场	大中型	中端
世纪城	152.1	4.1	4.0	世纪中心、卓越地王	写字楼	中高端
新鸿基地产	8075.7	346.8	--	国金中心 IFC、APM	大中型	中高端
大连亿达	448.9	5.1	4.9	大连软件园、大连科技城	写字楼	中低端
北辰实业	938.1	26.6	15.9	国家会议中心、北辰洲际酒店、五洲大酒店	会展写字楼	中高端
宝龙实业	1520.4	21.9	9.6	宝龙城、宝龙天地、宝龙广场	大中小型	中低端
富力地产	4272.9	70.2	15.0	富力广场、万丽酒店	大中型	中高端
金融街	1619.9	18.4	16.8	金融街、金树街	大中型	中高端
南国置业	268.0	4.3	-5.5	泛悦 MALL、泛悦汇、泛悦坊	中小型	中端
卓越商业	1462.8	10.4	8.0	卓悦汇、卓悦 INTOWN	大中型	中高端
星河实业	431.0	16.0	11.8	COCO Park、COCO City	大中型	中高端
居然之家	561.2	82.8	39.7	居然之家	中小型	中低端
海宁皮城	106.3	10.3	7.2	皮革城	中小型	中低端
万达商业	5752.1	367.9	274.3	万达广场	大中型	中端
开元旅业	179.4	25.9	22.8	开元度假村、芳草地、开元森泊	酒店	中高端
红星美凯龙	2336.9	94.0	76.0	美凯龙广场、爱琴海购物中心	中小型	中低端
陆家嘴	1630.1	41.9	30.2	L+MALL、九六广场	大中型	中高端

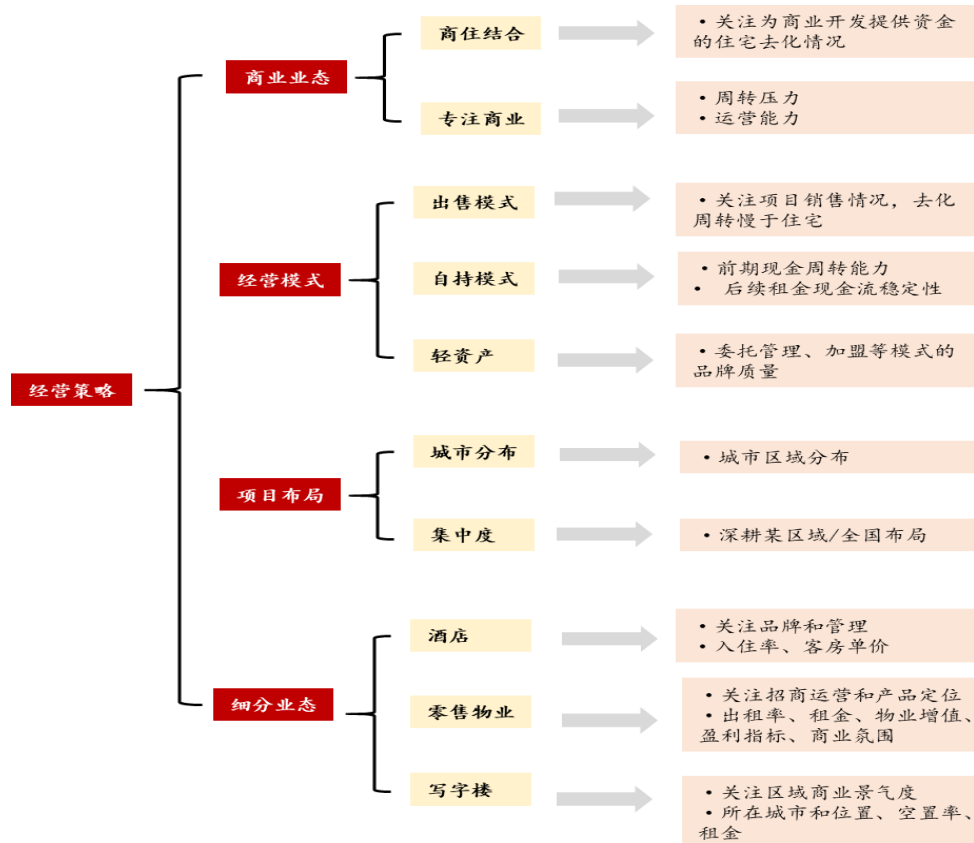
注：公司数据来自 2019 年年报数据，若数据空缺则取披露的最新一期数据

资料来源：Wind，公司年报，募集说明书，华泰研究

经营策略决定营运能力

企业的经营策略可以从商业业态、经营模式、项目布局、细分业态几个维度进行分析，以上因素均会对企业的营运能力产生影响。

图表24：商业地产经营策略分析框架



资料来源：华泰研究

首先，各家地产企业商业业态的运作模式存在较大差异，从而影响企业的现金周转。部分大型房企实行商住兼营的模式，以住宅销售回款投入商业物业开发运营，实现现金流良性循环，提升整体盈利能力：一方面，企业可以通过住宅销售较快实现资金回笼，流动性压力得到缓解，从而可以将商业地产出租，“以医养租”。另一方面，住宅与零售物业和写字楼等商业地产业态配套开发可以形成协同效应，提升项目整体价值。例如，陆家嘴在上海浦东写字楼项目周围配套开发陆家嘴金融城人才公寓，满足了写字楼内职员的住宿需求；宝龙地产开发的许多住宅周围也建设了购物中心，同时提升了商业广场的客流量和住宅的便利性。而专注商业地产的企业大多选择精细化运营，重点运营位于一、二线城市的核心商业物业，原因为下沉市场商业供给过剩、区域竞争激烈，仅万达商管、红星美凯龙、居然之家、开元旅业等公司通过合作开发、委托管理、加盟等模式在下沉市场形成了一定规模。

图表25：商业地产发行主体经营策略分类

类型	运营策略/开发模式	样本企业
商住兼营	以住养商，拓展规模	新鸿基地产、宝龙实业、北辰实业、大连亿达、华润置地、龙湖
	维持原有商业规模	富力地产、金融街、陆家嘴
专注商业地产	出售+运营，包含商业销售/商住项目	大悦城地产（商住项目）、南国置业、海宁皮革城、卓越商业
	运营模式，“小而美”精细化经营	中国国贸、恒隆地产、凯华、兆泰集团、帝泰发展、星河实业、世纪城
	运营模式，广泛布局购物中心	万达商管、红星美凯龙、居然之家
	运营模式，酒店开发运营为主	金茂地产、开元旅业

资料来源：公司年报，华泰研究

其次，经营模式影响企业现金周转压力。样本商业地产企业以自有项目出租或自营为主，例如中国国贸、金茂集团等；南国置业等企业则以自有项目出售为主；居然之家主要为租赁运营。在行业分析部分我们分析了不同模式的特点，债权人更加关注企业运营的平稳和现金流的充裕，而自有项目出租模式下，对企业整体实力和前期资金投入要求较高，一旦出现布局错误，止损成本较高，经营的波动性和风险相对更大。

第三，项目布局上，样本企业区域布局多以一二线城市为主，整体项目质量较高。从商业地产项目的区域布局来看，中国国贸、兆泰等企业深耕一线城市；恒隆地产、大悦城地产等企业主要布局一二线城市；大连亿达、南国置业分布以二线城市为主；开元旅业、海宁皮城项目多位于二三线城市；富力地产、万达商业等则是全国布局的典型企业；此外，金茂集团的布局类型包括在北京、上海等一线城市，以及三亚等旅游胜地；而居然之家截止2019年末三四线城市门店占比达到69.9%。一线城市和二线城市核心城市的商业地产运作较为成熟，需求空间更大，项目质量相对较高；而低线城市长期来看商业地产需求面临下滑风险，去化及未来收益存在不确定性。从布局战略上看，选择区域深耕战略的企业往往在区域内具有一定资源优势和品牌影响力，但需警惕区域经济、政策风险带来的不确定性；全国布局的企业可以扩大规模，平滑区域风险，但管理难度加大，存在一定的成本控制压力，未来潜在支出规模较大。

最后，细分业态上，企业主要经营业态的差异带来信用风险上的差异。从单个企业布局业态种类来看，多数企业同时布局多种业态，例如宝龙实业、卓越商业等，可以在一定程度上分散单个业态景气度下滑对企业经营造成的危机；部分企业专注于单一领域的商业地产，或面临较大的波动风险，例如单一经营业态为酒店的企业，在疫情期间受到的冲击相对更大。从信用分析的角度更加关注现金流的稳定性，企业布局业态的景气度会对其当前信用资质产生一定影响。

图表26：商业地产发行主体经营情况

主体简称	主要经营模式	主要经营业态	典型布局城市	区域布局类型
中国国贸	自有+租赁/自营	零售物业、写字楼、酒店	北京	一线城市
恒隆地产	自有+租售结合	零售物业、写字楼	上海	一二线城市
金茂集团	自有+租赁/自营	写字楼、酒店	上海、三亚	一线城市及旅游胜地
凯华	自有+出租	零售物业、写字楼	广州	一线城市
兆泰集团	自有+出租	写字楼	北京	一线城市
帝泰发展	自有+出租	零售物业	上海	一线城市
大悦城地产	自有+租赁/自营	零售物业	北京、天津	一二线城市
世纪城	自有+租售结合	零售物业、写字楼	深圳	一线城市
新鸿基地产	自有+租售结合	零售物业、写字楼	一线城市	一线城市
大连亿达	自有+租售结合	写字楼	大连	二线城市
北辰实业	自有+租赁/自营	写字楼、酒店	北京、长沙	一二线城市
宝龙实业	自有+租售结合	零售物业、写字楼、酒店	上海	一二线城市
富力地产	自有+租售结合	零售物业、酒店	由广州拓展至全国	全国布局
金融街	自有+租/售/自营	零售物业、写字楼	北京	一线城市
南国置业	自有+租售结合	零售物业	武汉	二线城市
卓越商业	自有+租售结合	零售物业、写字楼、酒店	深圳	一线城市
星河实业	自有+租赁/自营	零售物业、写字楼、酒店	深圳	一线城市
居然之家	租赁+出租，提供托管服务	零售物业	全国布局	三四线城市
海宁皮城	自有+租售结合	零售物业	全国布局	二三线城市
万达商业	自有+租/售/自营	零售物业、写字楼	全国	全国布局
开元旅业	自有/租赁+自营，提供托管服务	酒店	全国	二三线城市
红星美凯龙	自有+租售结合，提供托管服务	零售物业	一二线城市	全国布局
陆家嘴	自有+租售结合	零售物业、写字楼	上海	一线城市

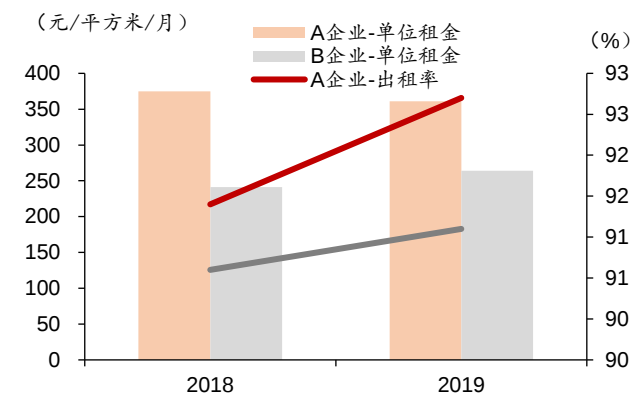
注：公司资料来自2019年年报，若资料空缺则取披露的最新一期财务报告

资料来源：Wind，公司年报，募集说明书，华泰研究

三种业态类型中，高端产品线在写字楼和酒店业态中更具竞争力，而在零售物业方面表现分化。写字楼和酒店业务方面，在行业竞争激烈，消费能力较强的客户对高端产品需求不断增长的背景下，高端产品凭借区位和物业品质等方面的优势在竞争中处于领先地位。高端写字楼和酒店业务在出租（入住）率、平均租金（客房费）方面均高于普通项目；酒店项目方面，在样本企业中星河实业旗下的唯一酒店项目深圳丽思卡尔顿酒店 2019 年出租率和客房平均单价均以显著优势位列第一，分别达到了 90.1% 和 1609 元/间夜，单间利润达到了 1450 元/间夜。

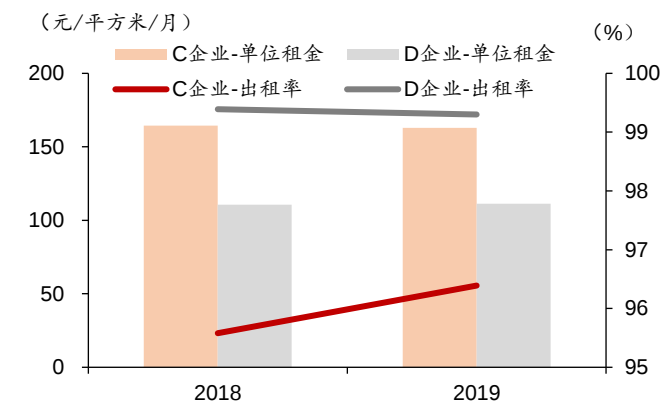
零售物业方面，采用不同产品策略的企业表现更多取决于企业自身规划运营能力。以华润旗下的万象城为代表的高端零售物业项目、以万达为代表的大众项目定位不同，但项目运营质量均较好；而某些企业产品定位与项目规划不相匹配，或经营水平相对有限，导致整体运营情况不理想，例如某企业在二线城市打造高端购物中心，在不理想的业绩下被动调整战略。以 C 企业与 D 企业为例，由于数据披露有限，选择的两家企业区域布局不同，C 企业位于一线城市，D 企业布局城市广泛；C 企业的单位租金更高，但出租率较低，单位租金受到地域差异影响难以比较，但所布局区域零售物业景气度相对较差的 D 企业可以实现较高的出租率，反映出其具备较强的运营实力。

图表27：同一地段某两家企业的写字楼运营情况



资料来源：Wind，华泰研究

图表28：某两家企业零售物业运营情况



资料来源：Wind，华泰研究

运营水平影响企业现金周转

运营水平体现了地产开发、资本运作和商业运营等综合能力，对于商业地产企业的信用资质有着至关重要的影响，不同模式和业态下衡量经营水平的分析方法有所不同。出售模式下商业地产项目与传统住宅地产分析方法相似，着重考察企业的利润率、周转率、回款率等指标，本文重点分析商业地产在运营阶段需关注的指标。整体来看，不同企业的运营水平可以从出租率、租金水平、项目分布、商业地产业务占比、毛利率、自持比例等方面量化比较。

出租率和租金水平体现了商业物业的基本运营质量，主要关注其变化趋势反映的经营信息，并结合项目分布加以验证。由于不同企业披露口径存在差异，出租率和租金水平边际变化趋势相较于绝对值更具有参考意义。例如，尽管陆家嘴位于上海的物业经营情况较佳，其另一布局城市天津的物业由于区域经济增速放缓、商业空置率高企，拉低了公司整体出租率，但纵向来看其出租率和租金逐年提升，表明公司整体运营能力较强。与之对比，南国置业重点布局武汉和其他二线城市，即便不考虑 2019 年因新开业商场导致出租率大幅降低，近年来整体出租率仍呈下滑趋势，反映公司经营质量一般。结合项目分布来看，尽管样本企业多数重点布局一、二线城市，由于城市间分化较大，仍需关注其主要物业具体所在城市是否位于空置率较高的天津、沈阳、重庆、成都等二线城市，尤其是精细化运营的企业其项目集中度较高，更易受到区域商业景气度的影响，在城市分布上的决策失误可能导致其经营风险暴露。

商业地产业务占比及毛利率体现了商业物业项目盈利情况，可结合具体运营数据分析公司的竞争力。除商业地产运营业务外，部分企业从事住宅开发销售、商业开发销售、货物销售、建筑装饰等业务，需关注该部分业务对公司整体盈利能力的影响，以及是否与商业地产业务形成协同效应。商业地产业务毛利率的不同体现了运营管理差异，各公司之间分化较明显，部分上市公司会披露具体项目运营指标如 EBITDA margin (EBITDA/租金) 和 EBITDA yield (EBITDA/物业取得成本)，较为成功的商业项目如华润深圳万象城和北京西单大悦城由于开业时间较早、位置稀缺，EBITDA yield 可达到 70% 以上，而新开业的项目需经过 2-3 年的培育期才能达到 15% 以上。综合来看，拿地成本、品牌效应、管理能力三方面共同决定了商业地产项目的盈利能力。

不同经营策略的商业地产公司会选择不同的自持比例，物业规模较大的公司如果自持比例上升会带来一定的资金链压力。各个业态来看，采用自营模式的酒店项目，需关注酒店的入住率和平均房价；自营模式下的零售物业项目则要考察客流量、营业收入等；其中独立经营方式下，运营质量主要取决于企业自身经营管理水平，而委托运营模式下，需要关注企业与第三方合作关系稳定性、合作方实力等因素。采用租赁模式的多为零售物业和写字楼项目，需关注其出租率和租金水平。

图表29： 2017-2020H1 商业地产主体经营指标

代码	房企	报告期	出租面积/可供租赁总面积 (%)	总租金收入/出租面积 (元/平方米/月)	一、二线城市项目占比 (%)	商业地产收入/营业收入 (%)	整体毛利率 (%)	住宅板块毛利率 (%)	商业板块毛利率 (%)	自持物业建面/总建面 (%)
155735.SH	中国国贸	2017年	91%	552.54	100%	100%	52%	--	52%	--
		2018年	95%	654.11	100%	100%	52%	--	52%	--
		2019年	95%	738.49	100%	100%	53%	--	53%	--
		2020H1	94%	716.33	100%	100%	54%	--	54%	--
101800756.IB	恒隆地产 (港元)	2017年	93%	--	100%	69%	71%	65%	73%	--
		2018年	93%	--	100%	87%	73%	62%	74%	--
		2019年	93%	--	100%	97%	73%	55%	74%	--
		2020H1	90%	--	100%	100%	73%	--	73%	--
102000414.IB	金茂集团	2017年	98%	328.73	57%	100%	56%	--	56%	44%
		2018年	92%	335.79	57%	100%	56%	--	56%	44%
		2019年	93%	310.28	57%	100%	55%	--	55%	44%
		2020H1	--	--	57%	--	50%	--	--	--
136758.SH	凯华	2017年	86%	309.97	100%	100%	89%	--	89%	100%
		2018年	91%	324.31	100%	100%	90%	--	90%	100%
		2019年	95%	333.04	100%	100%	89%	--	89%	100%
		2020H1	--	--	100%	100%	91%	--	91%	100%
136293.SH	兆泰集团	2017年	70%	310.43	93%	96%	90%	67%	91%	--
		2018年	68%	321.95	93%	96%	91%	80%	91%	--
		2019年	70%	284.42	100%	91%	72%	-760%	90%	--
		2020H1	--	--	100%	96%	92%	44%	93%	--
012000243.IB	帝泰发展	2017年	97%	--	100%	100%	91%	--	91%	100%
		2018年	95%	510.60	100%	100%	92%	--	92%	100%
		2019年	77%	494.20	100%	100%	91%	--	91%	100%
		2020H1	--	--	100%	--	90%	--	--	--
101751027.IB	大悦城地产	2017年	88%	427.33	82%	100%	45%	--	45%	--
		2018年	94%	328.74	76%	100%	55%	--	55%	--
		2019年	94%	401.68	78%	100%	56%	--	56%	--
		2020H1	--	--	83%	100%	60%	--	60%	--
136223.SH	世纪城	2017年	96%	177.03	100%	100%	44%	30%	44%	79%
		2018年	95%	229.53	100%	100%	75%	50%	75%	97%
		2019年	94%	202.18	100%	100%	62%	29%	50%	97%
		2020H1	--	--	100%	100%	67%	54%	67%	--
101801327.IB	新鸿基地产 (港元, 报告期不同)	2017/6/30	95%	--	100%	34%	46%	31%	69%	92%
		2018/6/30	95%	--	100%	34%	49%	39%	69%	90%
		2019/6/30	94%	--	100%	36%	53%	45%	69%	92%
		2020H1	92%	--	100%	33%	51%	45%	67%	91%
162972.SH	北辰实业	2017年	--	--	100%	17%	33%	27%	62%	--
		2018年	--	--	100%	15%	33%	29%	62%	--
		2019年	--	--	100%	13%	36%	32%	60%	--
		2020H1	--	--	100%	20%	40%	39%	47%	--
149066.SZ	宝龙实业	2017年	82%	56.00	100%	14%	38%	37%	57%	--
		2018年	85%	68.00	100%	9%	40%	38%	56%	--
		2019年	91%	75.00	100%	6%	38%	37%	60%	--
		2020H1	--	--	100%	5%	39%	37%	63%	--
136273.SH	大连万达	2017年	89%	34.60	100%	11%	25%	23%	45%	70%
		2018年	84%	28.17	100%	14%	31%	31%	40%	85%
		2019年	81%	27.00	100%	19%	36%	36%	43%	86%
		2020H1	--	--	--	31%	31%	25%	46%	--
155404.SH	富力地产	2017年	--	--	64%	6%	37%	39%	43%	100%
		2018年	--	--	63%	11%	38%	41%	30%	100%
		2019年	--	--	66%	--	34%	36%	33%	100%
		2020H1	--	--	67%	--	31%	--	--	100%
012001338.IB	金融街	2017年	78%	163.17	100%	9%	29%	25%	73%	100%
		2018年	77%	191.00	100%	11%	49%	46%	73%	100%
		2019年	84%	227.57	100%	10%	40%	37%	73%	100%
		2020H1	85%	228.57	100%	17%	43%	36%	77%	100%
101900933.IB	南国置业	2017年	90%	40.66	100%	10%	16%	18%	-1%	100%
		2018年	82%	27.40	100%	10%	13%	14%	4%	100%
		2019年	59%	56.42	100%	7%	3%	13%	-129%	100%
		2020H1	72%	35.88	100%	11%	-13%	7%	-177%	100%
149085.SZ	卓越商业	2017年	--	--	100%	7%	43%	40%	88%	100%
		2018年	93%	165.09	100%	4%	59%	58%	80%	100%
		2019年	88%	131.14	100%	6%	48%	45%	79%	100%
		2020H1	--	--	--	--	53%	--	--	100%
101801027.IB	星河实业	2017年	93%	157.38	100%	100%	72%	--	72%	29%
		2018年	87%	113.25	100%	100%	74%	--	74%	37%
		2019年	88%	145.47	100%	100%	73%	--	74%	33%
		2020H1	--	--	--	--	68%	--	68%	--
163511.SH	居然之家	2017年	98%	148.25	34%	73%	47%	--	53%	6%
		2018年	94%	156.70	36%	74%	57%	--	61%	11%
		2019年	97%	138.25	30%	89%	47%	--	44%	7%
		2020H1	--	--	--	65%	37%	--	36%	8%
012001545.IB	海宁皮城	2017年	82%	49.37	100%	57%	49%	72%	59%	100%
		2018年	92%	43.09	100%	58%	48%	60%	54%	100%
		2019年	84%	48.07	100%	72%	53%	54%	61%	100%
		2020H1	--	--	--	57%	43%	38%	50%	100%
101659025.IB	万达商业	2017年	100%	85.92	--	23%	43%	32%	69%	65%
		2018年	99%	114.00	--	30%	50%	54%	77%	67%
		2019年	99%	99.92	24%	50%	54%	37%	75%	64%
		2020H1	--	--	--	--	72%	--	0%	67%
143401.SH	开元旅业	2017年	89%	130.26	--	24%	31%	15%	80%	5%
		2018年	89%	92.86	--	24%	42%	78%	43%	4%
		2019年	89%	130.91	--	42%	47%	35%	75%	6%
		2020H1	--	--	--	0%	56%	--	0%	4%
163509.SH	红星美凯龙	2017年	98%	95.68	--	54%	49%	14%	72%	38%
		2018年	96%	79.57	--	50%	50%	19%	71%	37%
		2019年	93%	89.94	--	28%	49%	28%	76%	37%
		2020H1	90%	72.84	--	81%	67%	26%	73%	37%
101901301.IB	陆家嘴	2017年	80%	180.00	100%	38%	45%	44%	62%	100%
		2018年	84%	230.00	100%	17%	63%	68%	57%	100%
		2019年	89%	240.00	100%	31%	51%	66%	52%	100%
		2020H1	85%	--	100%	45%	74%	82%	79%	100%

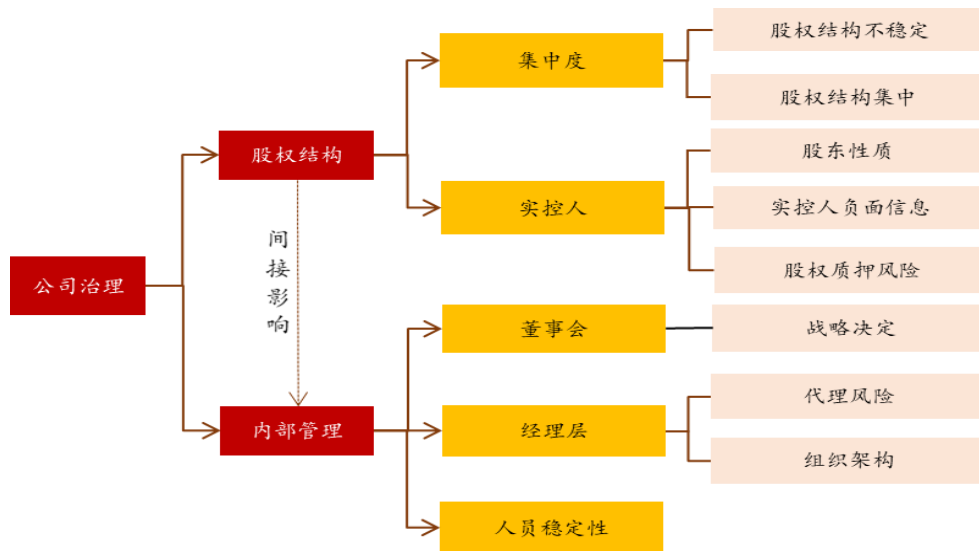
注：恒隆地产、新鸿基地产的数据来自港股原始财务报表，公司财务数据均以港元计价。新鸿基地产报告期为每个自然年的7月1日至次自然年的6月30日。金融街、卓越商业标注的租金数据为建筑面积平均租金。

资料来源：Wind，公司年报，募集说明书，评级报告，华泰研究

公司管理是企业经营的根本

房地产企业的公司治理与企业经营策略及营运能力密切相关。企业的公司治理结构分为两层委托代理关系，即股东与董事会的代理关系，经理层与董事会的代理关系。由于委托代理双方存在信息不对称问题、利益不一致，可能会导致公司治理问题。良好的公司治理结构能有效进行权力分配及资源利用，提升经营业绩及盈利能力并降低违约风险。**根据两层委托代理关系，我们从股权结构及内部管理两个角度对地产企业的公司治理进行分析。**

图表30： 公司治理分析框架



资料来源：华泰研究

在股权结构方面，如果股权较为分散，则可能会导致股权结构的不稳定，若第一大股东与第二大股东之间持股比例相近、或地产企业相互持股，则有可能引发股权之争，带来企业经营及管理风险。若股权过于集中，则可能会导致内部控制失效，第一大股东具有绝对话语权，对实控人的分析重要性提升。

在实控人方面，强股东背景对地产企业经营具有支持作用。强股东背景在土地资源以及市场信誉的优势对地产企业的投资及融资具有支持作用，特别有助于企业在行业低谷时抵御风险，穿越周期。实控人股权质押比例过高可能会引发实控人变更及资金风险。另外，需要注意实控人名下其他产业和公司关联交易、占用资金等问题。最后，实控人负面信息或对投资人信心及债券定价产生影响。

内部管理上，董事会的战略决策及管理风格对于公司发展意义深远。对于董事会管理的有效性可从战略决策和管理风格两个方面分析。其一，关注董事会能否根据地产周期及行业政策及时调整公司战略方向、对市场走向是否有敏锐的判断；其二，关注董事会的管理风格，通过分析董事会成员的专业背景及任职经历，或能洞察公司的战略偏好及经营理念。

经理层的经营行为对公司战略的落地及拓展具有关键作用。经营行为方面，公司所有权与经营权分离或引发代理风险，经理层主导公司的经营权，而其薪酬与公司经营业绩高度挂钩，故薪酬激励制度或将导致经理层追求短期利益而过度投资扩张，而忽略了公司的长期利益，可能会因偿债压力而损害债权人的利益。

组织架构方面，公司的经营战略需要组织架构的配合，对组织架构的分析可以从以下三个方面入手：第一，集团组织架构反映企业区域布局的方向及战略意图，如宝龙设置上海及非上海运营区域；万达商管设置东南、华南、西南、中南等九大运营区域。第二，集团与区域的权利分配，集团集中管理有利于保障品牌的品质，而分散管理或导致运营较为松散。

管理层人员稳定性是公司治理连贯的重要保障。稳定的管理层能保障公司战略实施及管理理念的统一，如国企的管理团队比较稳定，保证了其经营业绩的持续优秀。管理层的频繁跳槽与易主，导致公司经营理念的频繁变更，带来较大的转换成本与试错成本。如部分地产企业频繁地更换总经理、融资负责人、区域总经理等重要岗位人员，人员的频繁变更反映了企业的经营存在隐忧。

图表31： 商业地产发行主体股东情况

主体简称	实际控制人	持股比例	主体简称	实际控制人	持股比例
中国国贸	国务院国有资产监督管理委员会	81%	富力地产	李思廉、张力	65%
恒隆地产	陈谭庆芬	22%	金融街	北京市西城区人民政府国有资产监督管理委员会	31%
金茂集团	国务院国有资产监督管理委员会	23%	南国置业	国务院国有资产监督管理委员会	40%
凯华	Ho Mei	100%	卓越商业	李华	100%
兆泰集团	穆麒麟	81%	星河实业	黄楚龙	75%
帝泰发展	谢国民及其兄弟	31%	居然之家	汪林朋	94%
大悦城地产	国务院国有资产监督管理委员会	35%	海宁皮城	海宁市人民政府	53%
世纪城	李华	100%	万达商业	王健林	45%
新鸿基地产	邝肖卿	未披露	开元旅业	陈妙林	85%
北辰实业	北京市人民政府国有资产监督管理委员会	34%	红星美凯龙	车建兴	92%
宝龙实业	许健康	44%	陆家嘴	上海市浦东新区人民政府国有资产监督管理委员会	100%
大连亿达	中国民生投资股份有限公司	67%			

注：公司数据来自 2019 年年报数据，实控人持股比例为穿透后合计值

资料来源：Wind，公司年报，募集说明书，华泰研究

财务分析框架

商业地产企业的财务特征是信用分析的重点，我们从资产质量、盈利能力、营运能力、偿债能力与资本结构四个方面，从财务视角分析把握企业信用资质分析的重点。

从财务视角来看，商业地产和传统住宅地产行业既有相似的特点，又有不同之处，需要结合行业特点选取适当的财务指标，对企业的信用风险进行综合评估。相同点方面，**第一**，出售模式为主的商业地产企业经营及财务特点与传统房企相似度较高；**第二**，二者项目投资建设所需成本高、周期长，对融资依赖度较高，负债分析的重要性凸显；**第三**，无论是传统房企的预售制度，还是商业地产项目预收租金等方式，都会带来业绩确认的滞后，由此带来的短期账面盈利波动性、预收账款的处理等问题在分析中要格外关注；**最后**，二者在运营中都面临着高盈利与快周转之间的平衡取舍，不同策略下企业的利润率与周转率指标难以简单横向对比。

商业地产行业也有不同于传统地产项目的财务特点，**首先**，商业地产项目周转率较慢，但现金流水平相对更加稳定，由于轻资产运营、证券化等多种模式并存，整体负债压力较小；**其次**，待售住宅是传统房企的核心资产，计入流动资产中的存货科目，不需要计提折旧，而商业地产企业持有的物业通常计入投资性房地产或非流动资产的固定资产科目，需要计提折旧，此外还要注意不同会计计量模式的影响。

资产质量是分析的基础

商业地产企业资产中，已建成并投入运营的物业项目计入投资性房地产，价值高但流动性相对较长，是资产质量分析的核心。投资性房地产公允价值计量和成本法计量这两种不同计量方法对资产质量有一定影响。从 23 家主体会计计量方式来看，6 家企业采取成本计量模式，17 家企业采取公允计量模式，不同企业投资变动收益在营业收入中的占比分化明显。由于商业地产项目整体在升值，因此公允价值计量模式下，企业的账面原来能力更强，而这部分增值并不能带来现金流入和实际偿债能力的改善，还要警惕部分公允价值变动损益占营收比重过高的主体是否存在通过公允价值变动损益调节营收的现象。企业采取成本计量法时，营收中没有投资性房地产价值变动，因而可以带来一定税收方面的优势，减少现金流出。

图表32： 2019 年样本主体会计计量方式及公允价值变动收益占比

主体简称	计量方式	投资性房地产/总资产	公允价值投资变动 收益/营业收入	主体简称	计量方式	投资性房地产/总资产	公允价值投资变动 收益/营业收入
中国国贸	成本	63.6%	--	新鸿基地产	公允	--	14.6%
金茂集团	成本	9.4%	--	大连亿达	公允	42.9%	1.5%
北辰实业	成本	6.8%	--	宝龙实业	公允	32.3%	9.9%
南国置业	成本	2.3%	--	富力地产	公允	7.8%	0.7%
海宁皮城	成本	68.2%	--	金融街	公允	24.5%	2.6%
陆家嘴	成本	31.6%	--	卓越商业	公允	46.4%	11.3%
恒隆地产	公允	--	0.9%	星河实业	公允	73.1%	30.5%
凯华	公允	80.9%	2.2%	居然之家	公允	33.1%	2.9%
兆泰集团	公允	47.8%	27.7%	万达商业	公允	74.3%	15.3%
帝泰发展	公允	75.7%	88.9%	开元旅业	公允	14.2%	-5.9%
大悦城地产	公允	--	-0.1%	红星美凯龙	公允	41.4%	6.3%
世纪城	公允	68.3%	2.1%				

资料来源：Wind，公司年报，华泰研究

抵押受限情况决定了企业资产的变现能力。抵押率较高、货币资金受限比例较大的房企通常面临较大的房企资产实际变现能力较弱，并从侧面反映企业面临一定的经营和偿债风险，未来通过抵押获取融资的空间较小。

盈利能力反映资产的竞争力

企业的盈利能力是其成本控制能力、经营管理水平、资本运作能力等多重因素的综合体现，也是企业持续运营、获得现金流的保障。营业收入方面，样本企业营收规模差距较大，企业间横向比较意义不大，应更多关注企业自身营业收入规模的稳定性。对于营收波动较大的企业，波动的原因可能是收入确认滞后带来的正常波动、企业快速扩张实现营收增长、经营恶化带来的营收恶化，或战略调整带来的营收变化，需要具体分析。期间费用方面，不同样本企业期间费用率分化，其中部分企业将租赁成本纳入管理费用，对利润造成严重侵蚀，由于期间费用不计入成本，这种会计处理方式会导致利润率虚高。我们选取 ROIC 衡量样本主体的盈利能力，样本企业 ROIC 多分布在 5%-10%。

图表33：2019年样本主体盈利能力表现

主体简称	ROIC: %	营业收入同比增速: %	期间费用率: %	主体简称	ROIC: %	营业收入同比增速: %	期间费用率: %
中国国贸	8.0	11.3	8.5	富力地产	8.1	18.1	15.6
恒隆地产	3.4	-5.9	--	金融街	4.1	18.4	11.8
金茂集团	3.9	-5.0	34.4	南国置业	0.4	58.0	2.8
凯华	4.9	3.3	29.2	卓越商业	9.2	-18.4	10.8
兆泰集团	7.4	7.1	56.0	星河实业	5.6	28.1	52.9
帝泰发展	9.1	-17.0	56.6	居然之家	17.8	-6.7	20.9
大悦城地产	2.1	27.2	25.1	海宁皮城	7.4	-17.0	18.3
世纪城	4.3	3.3	48.1	万达商业	9.2	-26.2	23.9
新鸿基地产	6.4	-0.4	11.5	开元旅业	3.6	10.2	34.3
大连亿达	5.2	-18.6	14.7	红星美凯龙	6.0	33.9	31.6
北辰实业	2.4	12.6	9.4	陆家嘴	5.0	-36.1	14.9
宝龙实业	8.7	46.0	10.3				

资料来源：Wind，公司年报，华泰研究

营运能力影响现金回流速度

营运能力反映企业的经营效率，较快的周转率有利于企业实现现金流的较快回笼，为后续开发运营提供资金支持。对于商业地产企业而言，其持有的商业物业多数计入固定资产科目，因此用固定资产周转率衡量企业从开发到实现营业收入的效率，用预收账款周转率衡量企业从获得预收租金或预收款到实现现金流入的效率。样本房企之间的固定资产周转率和预收账款周转率差异较大，一个重要原因是以不同经营模式和业态为主的企业在周转率表现不同，例如大连亿达开发的项目以出售为主，因此固定资产周转率偏高；此外，在高盈利和快周转之间的策略选择也对企业周转率影响较大。较高的周转率通常反映了较高的运营效率，但也存在例外，例如有些企业预收账款周转率偏高主要由于报告期内平均预收账款规模较小。

图表34：2019年样本主体营运能力表现

主体简称	固定资产周转率	预收账款周转率	主体简称	固定资产周转率	预收账款周转率
中国国贸	1.8	25.8	富力地产	3.0	2.3
恒隆地产	0.0	--	金融街	10.3	2.1
金茂集团	0.3	23.1	南国置业	9.7	1.2
凯华	2.0	1.3	卓越商业	22.9	0.9
兆泰集团	2.2	8.9	星河实业	4.6	52.3
帝泰发展	36.1	16.4	居然之家	6.8	3.5
大悦城地产	2.9	306.9	海宁皮城	3.5	1.9
世纪城	18.4	2.4	万达商业	11.2	2.9
新鸿基地产	2.4	5.9	开元旅业	2.6	6.0
大连亿达	78.3	1.5	红星美凯龙	31.6	0.9
北辰实业	8.1	78.1	陆家嘴	6.4	1.5
宝龙实业	7.2	1.2			

资料来源：Wind，公司年报，华泰研究

偿债能力是信用资质的直接体现

偿债能力是企业信用资质的决定性因素，也是偿债能力的保障。由于商业地产行业与传统住宅地产类似，在物业出租或出售过程中会产生大量预收账款，而这部分负债未来不需要偿还，因此考察商业地产发债主体的负债情况应剔除掉预收账款，使用调整后的指标来考察企业的偿债能力与资本结构。

偿债能力包括短期偿债能力和长期偿债能力。短期偿债能力方面主要流动性较强的现金类资产对短期债务的覆盖程度，具体用调整后的速动比率来衡量。长期偿债能力方面考察全部债务/EBITDA，同时关注企业的持续经营能力和对外投资资金流出情况。资本结构方面，考察企业调整后的资产负债率，财务杠杆稳健的企业信用资质更高。从样本企业的表现来看，偿债能力和负债率表现分化，需关注货币资金对短期债务覆盖能力较弱、债务压力较大、财务杠杆激进企业后续现金流入流出情况，警惕其偿债风险。部分主体 EBITDA 出现负数，需对其未来经营情况保持关注。

图表35： 2019 年样本主体偿债能力与资本结构表现

主体简称	调整后的流动 比率	全部债务 /EBITDA	调整后资产负债率： %	主体简称	调整后的流动 比率	全部债务 /EBITDA	调整后资产负债率： %
中国国贸	1.1	1.4	34.8	富力地产	1.1	7.3	72.2
恒隆地产	0.9	3.5	26.1	金融街	1.2	11.4	66.8
金茂集团	1.1	2.0	33.7	南国置业	1.2	-242.4	65.9
凯华	1.4	5.0	53.4	卓越商业	1.7	5.7	49.8
兆泰集团	1.0	8.9	54.0	星河实业	1.0	8.1	55.0
帝泰发展	1.0	2.4	37.1	居然之家	1.4	3.4	52.5
大悦城地产	1.6	10.3	55.1	海宁皮城	1.3	0.2	23.0
世纪城	1.2	10.1	43.7	万达商业	1.1	4.1	50.4
新鸿基地产	5.0	2.9	21.1	开元旅业	1.2	5.4	58.6
大连亿达	1.3	7.5	61.2	红星美凯龙	1.6	7.7	54.9
北辰实业	1.0	10.1	78.4	陆家嘴	1.3	5.9	63.3

资料来源：Wind，公司年报，华泰研究

商业地产企业的对外担保、隐形负债等表外风险也是财务分析的重点。我们在前面的系列专题中对房企表外融资的识别方法已经有过详细介绍；在分析表外融资对企业信用资质的影响方面，一方面，在考虑偿债压力时，需将表外融资纳入考虑范围；另一方面，要具体分析表外融资对企业的影响，例如许多企业在正常经营中会产生一些表外负债，例如合联营企业经营等，通过正常经营产生的表外负债不会对企业信用资质造成负面影响。

行业发债主体总览

我们通过筛选得到 23 家主要的商业地产发债主体。我们在衡量商业地产业务比重方面首先考虑租赁管理及酒店占比，然后再补充商业地产销售规模较大，或商业地产业务与住宅业务协同性较强的企业。

图表36： 23 家商业地产发行主体

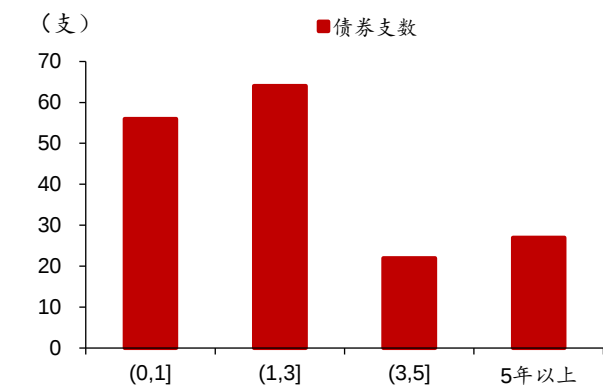
主体简称	租赁管理及酒店收入占比	行业	主体简称	租赁管理及酒店收入占比	行业
中国国贸	100.0%	房地产	富力地产	7.7%	房地产
恒隆地产	96.6%	房地产	金融街	7.0%	房地产
金茂集团	89.6%	房地产	南国置业	6.7%	房地产
凯华	89.5%	房地产	卓越商业	6.1%	房地产
兆泰集团	89.4%	房地产	星河实业	95.7%	综合
帝泰发展	71.6%	房地产	居然之家	87.7%	商务服务
大悦城地产	55.6%	房地产	海宁皮城	72.4%	商业贸易
世纪城	51.6%	房地产	万达商业	46.8%	商务服务
新鸿基地产	31.6%	房地产	开元旅业	37.4%	休闲服务
大连亿达	18.8%	房地产	红星美凯龙	28.3%	商务服务
北辰实业	13.2%	房地产	陆家嘴	22.1%	综合
宝龙实业	8.8%	房地产			

注：公司数据来自 2019 年年报数据，若数据空缺则取披露的最新一期数据

资料来源：Wind，公司年报，募集说明书，华泰研究

从债券市场存量现状来看，剩余期限多在 3 年以内，发行方式以公募发行为主。剩余期限方面，0-1 年、1-3 年、3-5 年、5 年以上的债券分别有 56 支、64 支、22 支、27 支，占全部债券比例分别为 33.1%、37.9%、13.0%、16.0%，多数债券集中在 3 年之内到期。发行方式方面，公募发行、私募发行的债券分别占全部存量债的 63.3%、36.7%。多数企业债券以公募发行方式为主，但部分企业私募发行占比较高，例如卓越商业的 19 支存续债券中，16 支采用私募发行的方式。

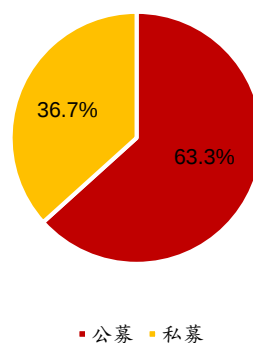
图表37： 存量债券剩余期限多在 3 年以内



注：数据截至 2021.3.1，下同

资料来源：Wind，华泰研究

图表38： 债券发行方式以公募发行为主



资料来源：Wind，华泰研究

从信用利差来看，不同主体的利差水平分化。中国国贸、金融街等主体信用利差始终维持低位，而大连亿达利差水平高企，始终维持在 1000BP 以上，富力地产今年信用利差快速走阔，不同期限对应的信用利差均达到 1300BP 以上。

图表39：发行主体简要计算信用利差概览（单位：BP）

企业简称	期限	2019/12/31	2020/12/31	2021/2/26	企业简称	期限	2019/12/31	2020/12/31	2021/2/26
中国国贸	(0,1]	---	---	---	富力地产	(0,1]	546.39	1877.85	1703.46
	(1,2]	---	70.29	59.04		(1,2]	466.66	1805.13	1549.40
	(2,3]	---	---	---		(2,3]	456.04	---	---
	3年以上	99.22	---	---		3年以上	456.89	---	---
恒隆地产	(0,1]	---	102.71	110.79	金融街	(0,1]	217.36	89.89	66.75
	(1,2]	111.14	---	---		(1,2]	85.42	57.96	49.87
	(2,3]	---	---	---		(2,3]	84.62	60.33	52.03
	3年以上	---	---	---		3年以上	79.51	---	---
金茂集团	(0,1]	---	---	---	南国置业	(0,1]	---	255.17	214.36
	(1,2]	---	---	---		(1,2]	---	177.39	151.71
	(2,3]	---	88.02	65.30		(2,3]	---	---	---
	3年以上	---	---	---		3年以上	---	---	---
凯华	(0,1]	---	221.48	274.94	卓越商业	(0,1]	---	403.68	394.92
	(1,2]	---	---	---		(1,2]	338.40	398.91	391.47
	(2,3]	---	---	---		(2,3]	341.17	---	---
	3年以上	---	---	---		3年以上	394.34	---	---
兆泰集团	(0,1]	---	368.48	387.77	星河实业	(0,1]	717.08	528.54	550.17
	(1,2]	379.11	---	---		(1,2]	622.46	---	---
	(2,3]	---	---	---		(2,3]	---	542.74	526.09
	3年以上	---	---	---		3年以上	---	---	---
帝泰发展	(0,1]	---	---	---	居然之家	(0,1]	---	297.75	316.75
	(1,2]	---	---	---		(1,2]	---	297.83	295.75
	(2,3]	---	---	---		(2,3]	---	---	---
	3年以上	---	---	---		3年以上	---	---	---
大悦城地产	(0,1]	120.99	---	---	海宁皮城	(0,1]	70.60	156.01	---
	(1,2]	---	---	---		(1,2]	---	---	---
	(2,3]	---	---	---		(2,3]	---	---	---
	3年以上	---	---	---		3年以上	---	---	---
世纪城	(0,1]	---	439.28	---	万达商业	(0,1]	336.09	204.89	308.40
	(1,2]	---	---	---		(1,2]	232.55	268.30	283.01
	(2,3]	---	---	---		(2,3]	233.98	276.96	285.79
	3年以上	---	---	---		3年以上	---	---	---
新鸿基地产	(0,1]	102.08	---	---	开元旅业	(0,1]	---	---	---
	(1,2]	---	---	---		(1,2]	---	---	---
	(2,3]	---	---	---		(2,3]	---	---	---
	3年以上	---	---	---		3年以上	---	---	---
大连亿达	(0,1]	1122.37	---	---	红星美凯龙	(0,1]	---	677.56	722.52
	(1,2]	1135.61	---	---		(1,2]	---	692.61	711.23
	(2,3]	---	---	---		(2,3]	---	700.80	723.06
	3年以上	---	---	---		3年以上	---	---	---
北辰实业	(0,1]	321.45	---	73.60	陆家嘴	(0,1]	80.80	51.57	63.29
	(1,2]	---	98.59	74.01		(1,2]	75.14	49.30	39.82
	(2,3]	112.07	---	---		(2,3]	51.55	44.55	38.05
	3年以上	---	---	---		3年以上	69.91	58.98	45.18
宝龙实业	(0,1]	423.96	334.50	349.24					
	(1,2]	439.71	329.94	325.64					
	(2,3]	---	---	---					
	3年以上	463.16	---	---					

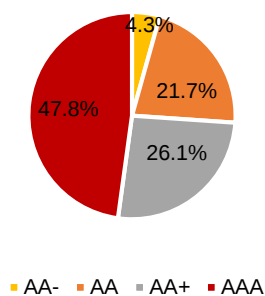
注：单只债券利差计算公式=中债估价收益率-对应期限国债收益率（例如剩余期限在1年以内，则取1年国债收益率）

同一发行主体剩余期限位于同一时间区间内的债券取算数平均值作为主体相应的信用利差

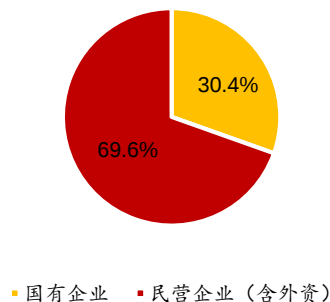
资料来源：Wind，华泰研究

从发债主体信用资质和企业性质的来看，样本企业以中高评级、民营企业为主。主体信用等级方面，AAA、AA+、AA、AA-评级主体占比分别为 47.8%、26.1%、21.7%、4.3%，七成以上发债主体信用等级在 AA+及以上，反映了在市场普遍青睐中高评级主体的背景下，低资质主体逐步出清。企业性质方面，民企、国企分别占发债企业的 69.6%、30.4%，民营资本大量注入商业地产行业，需警惕部分民企外部支持力度较弱的风险。

图表40：行业发债主体信用评级以中高等级为主



图表41：行业发债主体以民营企业为主



资料来源：Wind，华泰研究

资料来源：Wind，华泰研究

免责声明和披露以及分析师声明是报告的一部分，请务必一起阅读。

图表42： 报告提及公司信息

公司名	代码
万达商业	非上市
沃尔玛	WMT US
新城控股	601155 CH
万科	000002 CH
中骏	1966 CH
中国国贸	600007 CH
居然之家	000785 CH
红星美凯龙	1528 CH
开元旅业	非上市
帝泰发展	非上市

资料来源：Bloomberg，华泰研究

风险提示

- 1、融资环境变化带来的流动性压力。**商业地产普遍回报周期长，现金流紧张，警惕融资环境变化带来的流动性压力。
- 2、企业财务口径差异导致指标不可比。**不同企业财务口径及会计处理存在差异，或导致指标不可比。

免责声明

分析师声明

本人，程晨、赵天彤、张继强，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。更多信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师程晨、赵天彤、张继强本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准15%以上

增持：预计股价超越基准5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

卖出：预计股价弱于基准15%以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约哈德逊城市广场10号41楼(纽约10001)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2021年华泰证券股份有限公司